



大公国际信用评级方法总论

评级方法

版本号：
PF-FFL-2022-V.3.0
发布日期：
2022/07/11

联系方式

联系电话：010-67413300
邮箱：criteria@dagongcredit.com

前言

《大公国际信用评级方法总论》（以下简称“本方法论”）是在充分考虑国情和经济发展的现实情况，遵循信用评级的国际惯例，通过定量分析与定性分析、静态分析与动态分析、基础信用评价与外部支持分析相结合的方式，对评级对象信用风险进行综合评价后确定其信用等级的方法和体系。

本方法论是对评级对象债务偿付能力及意愿的总领性评价标准，具体行业信用风险的衡量由相关行业评级方法进行规范。

由于影响评级对象信用风险的要素及其重要性将随着宏观和行业发展呈现出动态变化的特征，本方法论也将随之进行不定期更新。

此外，本方法论是对评级对象信用质量的评价，未考虑市场价格和投资者偏好等其他投资决策因素，信用评级结果只是投资者投资决策的参考，不构成对某种决策的结论、建议。

本方法自发布之日起正式执行。

目录

第一部分 大公国际信用评级的内涵	3
第二部分 大公国际信用评级的基本原则	3
第三部分 本方法论评级框架	4
第四部分 基础信用评价	5
要素一：偿债环境	5
（一）宏观环境	5
（二）行业环境	6
（三）区域环境	7
要素二：财富创造能力	7
（一）市场竞争力	8
（二）运营能力	9
（三）可持续发展能力	9
要素三：偿债来源与负债平衡	10
（一）偿债来源	10
（二）债务与资本结构	12
（三）保障能力分析	12
（四）现金流量分析	12
第五部分 调整项	13
第六部分 外部支持分析	15
第七部分 评级关键假设	16
第八部分 评级方法和模型局限性	17

第一部分 大公国际信用评级的内涵

大公国际信用评级立足于中国国情，从评级对象外在风险及机会的评估入手，在此基础上，对评级对象内在因素进行分析和讨论，用定量和定性相结合的方法，基础信用评价与外部支持分析相结合的方式，充分揭示评级对象的违约可能性。

信用评级侧重于揭示评级对象的信用风险，而非对评级对象投资风险（如利率风险、通货膨胀风险、再投资风险及外汇风险等）、企业价值或业绩评价。

同时，信用评级是仅就信用状况为投资者提供的一种专家意见，不能代替投资者做出投资选择，投资者必须对这种信用信息进行有选择的利用，并对自己所做出的选择承担责任。

第二部分 大公国际信用评级的基本原则

大公国际在信用评级工作中坚持以下主要原则：

（一）独立性原则：评级分析人员、评审委员会成员在评级过程中应保持独立性，应根据所收集的数据和资料独立做出评判，不能受评级对象及其他外来因素影响。

（二）客观性原则：评级人员在评级过程中始终坚持独立第三方立场，坚持客观、公正评价，不带任何偏见。

（三）一致性原则：评级机构在评级作业过程中所采用的评级程序、评级方法应与机构公开的程序和方法一致。

（四）审慎性原则：在信用评级资料的分析过程和判断过程中，特别是对定性指标的分析 and 判断，应持谨慎态度。在分析基

础资料时，应准确指出影响评级对象经营的潜在风险，对评级对象某些指标的极端情况要做深入分析。

（五）前瞻性原则：信用评级主要考查评级对象未来能够偿还债务的能力和意愿。因而，评级人员在运用评级方法和模型进行评级时要对评级对象的综合信用素质做出前瞻性的预判。

第三部分 本方法论评级框架

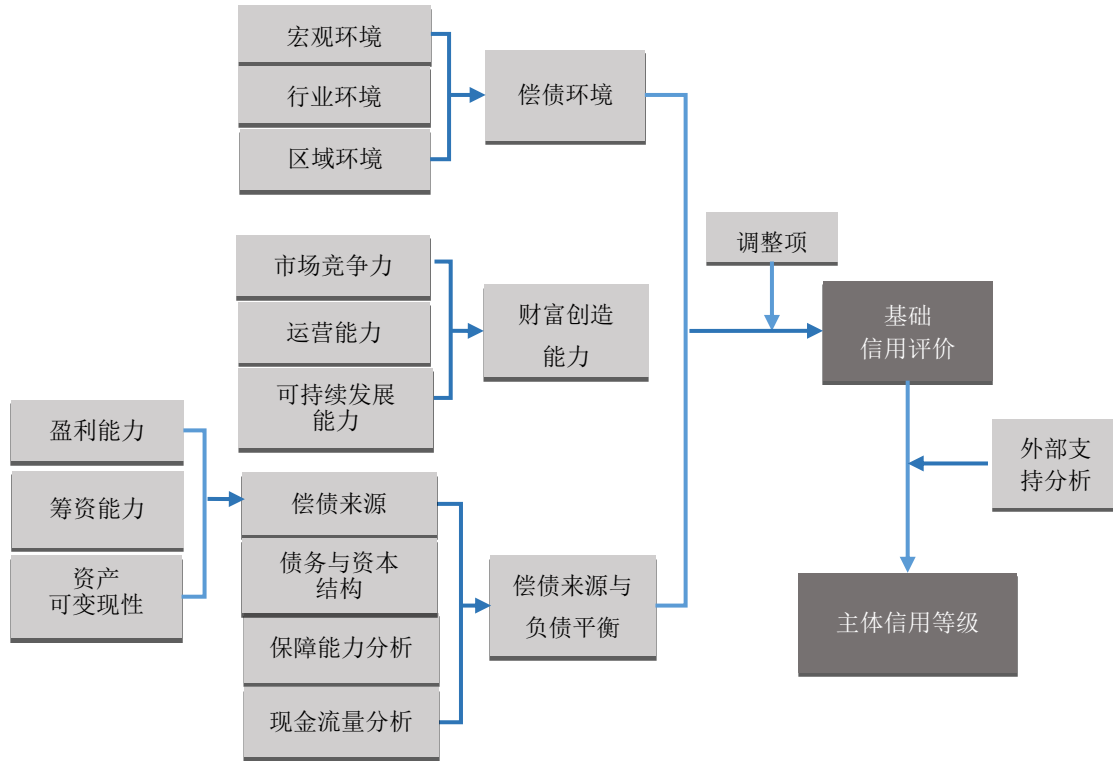
大公国际信用评级的基本思路是从信用风险的内涵出发，采用“基础信用评价与外部支持分析相结合”的逻辑框架，确定评级对象的最终信用等级。在对评级对象进行基础信用评价时，以评级对象偿债能力和偿债意愿为落脚点，将宏观环境、行业环境、区域环境等外部因素作为基础信用评价的分析背景，充分考虑评级对象的市场竞争力、运营能力、可持续发展能力、偿债来源、债务与资本结构、保障能力以及现金流量等内部因素，并结合其它特殊风险事项的影响，形成评级对象的基础信用等级，并在此基础上分析评级对象可获得的特殊外部支持可能产生的影响，最终得到评级对象的主体信用等级。

本方法论在定量分析与定性分析、静态分析与动态分析基础上，通过对比评级对象在行业中的位置以及所在行业的信用风险特征，依托大公国际信用评级模型，对评级对象的信用风险做出判断，给出信用等级。

此外，对于债项评级，大公国际将在本方法论得到的主体信用等级基础上，考察债项自身特征，如清偿顺序、债券存续期限、债项可获得的额外偿付保障、在债券违约回收过程中可获得的补偿程度等相关要素，对发债主体信用等级进行调整进而得到债券

信用等级。因此，债项级别可能高于或低于主体信用等级。

图 1 本方法论评级框架



第四部分 基础信用评价

要素一：偿债环境

偿债环境是指通过影响财富创造能力影响评级对象偿债来源和偿债来源与负债平衡的具有不可抗力性的外部因素，包括宏观环境、行业环境和区域环境，是基础信用评价的分析背景，其影响已综合反映在相关指标中，模型不单独对偿债环境进行打分。

（一）宏观环境

每个评级对象都处于一定的宏观环境之中，一个国家或地区

政治环境、政策环境、宏观经济对每个行业和企业造成程度不同的影响。

政治环境是指国家政治体系存在及运行的背景总和，是债务主体生产经营活动中无法改变的宏观制度因素，包括政治局面、政策架构、执政能力和国际关系等。

政策环境是企业外部经营环境的一个重要方面，具体包括战略规划、货币政策、财政政策、金融政策、信用政策、产业政策和其它相关政策法规等。这些政策和具体措施的变化及其可预测性直接影响到评级对象相关产业的结构调整、竞争状况和发展潜力，从而对该产业评级对象未来偿付能力或意愿造成有利或不利的的影响。大公国际将从国家现行政策和监管措施对行业的影响入手，力图把握国家政策和监管环境的变化趋势和对评级对象经营及未来偿付能力和意愿的可能影响。

宏观经济是对国内宏观经济运行特征的全面分析，大公国际从经济规模和发展水平、经济绩效、经济稳定性和增长潜力四个方面进行分析。大公国际将选取国内生产总值与人均国内生产总值分别反映经济规模与经济发展水平，还将考虑国内生产总值实际增长率、失业率和通货膨胀率以评估经济绩效。最后，大公国际将对影响经济稳定的因素进行定性分析，并以中长期预期平均经济增长率作为评估经济增长潜力的指标。

（二）行业环境

行业环境分析不仅可以衡量行业整体信用风险情况，亦有利于提升评级结果的行业可比性。在进行具体分析之前，首先要根据评级对象生产的产品结构和收入来源情况，对评级对象从属的行业进行界定，然后根据不同行业的信用评级方法展开评级。具体行业定义以大公国际披露的各行业评级方法为准。

大公国际对行业环境的分析主要针对各个行业的固有风险，通过识别影响整个行业信用水平的关键系统性风险要素，分析每个风险要素对信用风险的特有影响路径和机理。大公国际对行业固有风险分析重点关注该行业在现有国情和经济运行环境下表现出的特殊性风险，反映行业整体长期趋势，是行业环境考察的基础因素。主要通过行业周期性、行业内企业竞争状况、进入和退出壁垒情况、议价能力、替代风险等方面进行考察。

（三）区域环境

区域环境主要考察区域经济，并根据行业和评级对象情况，兼顾地方财政、行业在地区中的发展情况和监管政策等因素。

区域经济主要包括评级对象所处地区经济规模和发展水平、经济绩效、经济稳定性和增长潜力。一般而言，区域经济将通过产品和服务需求影响评级对象的信用风险，尤其是周期性和区域性特征明显的行业，例如地方电力企业经营表现较大程度依赖当地的经济发达程度和用电需求量。大公国际认为地区国内生产总值与地区人均国内生产总值分别反映经济规模与经济发展水平，还将考虑区域国内生产总值实际增长率、通货膨胀率以评估经济绩效，并通过考察经济结构等衡量经济稳定性和发展潜力。

此外，各区域在行业准入、融资环境、环保等方面存在地区差异的可能，因此需要在区域环境部分对相关政策对区域内评级对象信用风险可能产生的影响及其程度进行评估。

要素二：财富创造能力

财富创造能力主要衡量评级对象可持续经营能力和竞争力，是偿债来源的源泉和基石。大公国际对财富创造能力的考察主要从市场竞争力、运营能力和可持续发展能力三个方面进行考察。

（一）市场竞争力

市场竞争力是指评级对象产品或服务占有市场份额的能力，通过分析那些可能对评级对象未来产生收入或现金的能力具有决定作用的要素，以此判断评级对象盈利增长空间的大小以及未来变动趋势。本部分分析的内容包括但不限于：企业主要存在的竞争优势，尤其是关键竞争因素，以及评级对象竞争优势的来源、连续性和稳定性。

市场竞争力分析主要考察要素包括市场地位、经营多样性、成本控制能力、销售能力、销售区域多样性、研发和技术实力等，部分行业还会考察其产业链延伸情况、环保和节能情况等。以上几个方面都将对评级对象的盈利能力与偿债来源产生影响。此外，大公国际特别重视评级对象在同行业中所处位置，尤其是当外部经营环境出现不利变化时，是否仍能在行业中脱颖而出，将成为判断其市场竞争能力的重要因素。

表 2 市场竞争力考察因素

类别	具体考察因素
市场地位	企业规模（根据行业情况，包括资产、收入等财务指标，以及衡量资源储备、产能、产量、销售等方面的经营指标）、企业整体和主要业务的市场份额及其稳定性和趋势、企业整体和主要业务的排名、企业声誉等
经营多样性	业务线数量、分布和业务线间的相关性，产品种类和结构
成本控制能力	原材料供应情况、原材料自给能力、上游价格控制能力、生产流程和设备先进程度、运输能力和成本
销售能力	客户类型和分布情况、合同类型及其稳定性、销售渠道多样性、企业对销售渠道的控制能力、下游价格控制能力
销售区域多样性	销售区域分布，结合各区域的市场规模
研发和技术实力	研发和技术投入、相关人员素质和储备、技术水平、研发

	成果转化情况、技术成果和奖项（如自主知识产权、技术专利、行业技术专业奖项等）、获得的经营资质等
产业链延伸情况	延伸程度、协同效应情况
环保和节能情况	环保和节能相关投入情况、污染和能耗情况、相关设备和技术的先进程度（根据行业情况，可包含）等

各行业依据自身信用风险特征选取适用方面进行考察，不同行业在同一方面的具体考察因素上或存在差异，具体衡量方法详见相关行业评级方法。

（二）运营能力

运营能力是评级对象的经营运行能力，反映评级对象实际运营中营运效率与效益。

大公国际对评级对象运营能力的分析重点考察各项资产的周转速度，资产周转次数越高，同等资产所能创造的收入就越高。因此资产利用效率的高低在一定程度上决定了盈利水平的高低，最终会对偿债能力产生影响。特别是在经济下行期，应收账款周转率决定了现金回流的速度，偏低的应收周转率将加剧企业的现金周转困难；存货周转率偏低则意味着存货积压和存货减值，影响盈利水平。

（三）可持续发展能力

可持续发展能力是评级对象未来发展空间的开拓性、稳定性和成长性的体现，是评级对象延续现有市场竞争力和运营能力的基础，对评价评级对象长期偿债能力稳定性具有关键作用。如，净资产/收入三年复合增长率，从一个产品或产业的发展来看，可能处在成长期或爆发期而年度结果变化很大，但“复合增长率”是在长期时间基础上的核算，以此衡量可持续发展能力更能够说明产业或产品增长或变迁的潜力和预期。

要素三：偿债来源与负债平衡

偿债来源与负债的平衡关系是评价评级对象偿债能力和偿债意愿的直接决定性要素。大公国际重点分析偿债来源与债务状况的规模与结构的匹配情况，主要包括偿债来源分析、债务与资本结构分析、保障能力分析和现金流量分析四个部分。

（一）偿债来源

偿债来源是指评级对象可用于债务偿付的资金来源。评级对象的偿债来源包括盈利、筹资能力以及当评级对象上述偿债来源不足甚至枯竭时，可用于变现为现金的资产。在满足相同偿付需求时，上述偿债来源受各自产生方式和能力的影响，其安全性和对偿付需求的支持程度存在差异，因此大公国际通过衡量不同偿债来源的数量与结构以及对债务偿还的保障程度来衡量偿债来源的强弱。具体来看：

1. 盈利能力

盈利能力是对评级对象实现长期稳定偿还债务能力的评价，是评级对象偿还债务和获取其他偿债来源的基础。

大公国际对评级对象盈利能力的分析通常包括：

- （1）收入水平，是评级对象盈利能力最为直接的财务表现；
- （2）收入结构，这是产品多元化、销售多区域化和经营多样化的财务表现，同时也是未来收入可持续性的决定因素；
- （3）收入的持续性与稳定性，是对评级对象收入水平和收入结构持续性、增长性和波动性的判断；
- （4）成本结构和控制能力，包括销售毛利率、成本费用利润率等。具有低成本优势的企业将拥有高于竞争对手的盈利水平，并拥有一定的降价空间以获取更高的市场占有率，而且在市场价格发生不利波动时，其承受能力也更强。

(5) 盈利水平，包括总资产报酬率、净资产收益率等。

总之，大公国际对盈利能力的分析，不仅要考察评级对象当前盈利水平，更重要的是要对盈利的来源、构成及其稳定性，特别是价格的形成基础和成本构成进行深入分析，从而对影响评级对象未来盈利能力的主要因素及其变化趋势作出判断。

2. 筹资能力

筹资能力是评级对象从外部金融机构获取现金流资源的能力，主要是通过举债或其他融资渠道获得现金流的一种偿债来源。筹资能力的可得性和融资成本既受评级对象盈利能力、信用水平的影 响，也受制于金融市场风险状况，因此其对债务偿付的稳定性和安全性偏弱。本方法论主要从评级对象的筹资渠道、筹资成本及抵押物充足度、债券市场认可度等维度进行考察。

3. 资产可变现性

资产可变现性是评级对象的资产可随时转化为现金流的能力，当前述偿债来源不足以偿还时点债务时，评级对象可能将资产变现为现金作为偿债来源。为此，大公国际重点考察资产规模及其质量，主要包括资产结构、资产的变现能力、资产的利用效率等三个方面，此外还将通过可变现资产比负债衡量偿债来源对债务的保障程度。

另外，金融机构作为一类特殊的主体，在考察其偿债来源时还应额外关注资本情况。这是因为，金融机构的资本是抵御资产非预期损失的主要来源，也体现金融机构股东使用自有资金承担风险的意愿。金融机构资本越充足，吸收非预期损失的能力越强，越有助于提升金融机构资产对负债的保障程度；同时，金融机构资本越充足，债权人对金融机构越有信心，金融机构通过债务融资方式获取资金并保障债务偿还的能力也越强。鉴于资本的特性

以及接受强监管的金融机构普遍拥有较为完备的资本监管指标，大公国际在评估金融机构的资本水平时，重点依托资本监管指标考察金融机构的资本构成、充足情况以及变化趋势等。金融机构的资本积累存在多种渠道，大公国际认为通过自身财富创造能力获取利润所形成的内源性资本补充渠道是最为稳固和最具可持续性的资本积累方式。

（二）债务与资本结构

债务与资本结构是对评级对象债务负担和未来债务偿还风险性的判断。债务与资本结构分析包括对评级对象债务规模、债务结构的分析，规模分析关注评级对象债务负担和变动情况，结构分析包括期限结构、融资方式结构，利息支出和股利支付包括利率结构等多个方面。

另外，还需关注或有事项（如担保等）产生的潜在义务，主要考察或有负债相对净资产的占比情况，或有负债形成实际偿付义务的可能性以及或有负债期限结构对债务结构的影响等。

（三）保障能力分析

保障能力分析是对评级对象偿债来源与负债状况匹配度的综合评价，既包括对当下债务总量覆盖程度的判断，也包括未来偿债来源对时点债务的覆盖程度和利息支出压力的评价。重点对评级对象流动比率、现金与短期有息债务比等指标进行考察。

（四）现金流量分析

现金流量是评级对象偿还债务最直接的偿债来源，现金流量分析主要考察评级对象经营活动中产生的可自由使用的现金流，其充足性是对评级对象信用评价中最为核心的评价要素。大公国际重点分析现金流量规模、稳定性及其对到期债务的覆盖能力，

通常选取的指标为经营活动净现金流/到期债务等。

以上是大公国际对评级对象偿债来源与负债平衡分析的关键要素，基于此，大公国际还对各类偿债来源对债务偿付满足过程中的依赖性进行分析，当评级对象对筹资性来源和变现资产的偿付依赖度较高时，即使其能够满足债务偿付需求，但由于这两类偿债来源安全性和评级对象对其控制力较差，也将降低偿债来源对负债保障的稳定性，评级对象整体抗风险的综合能力也将较弱。

第五部分 调整项

调整项是在基于同类型评级对象共性特征评价基础上，针对评级对象不同于群体的个性特征要素进行了补充分析。本方法论使用“公司治理”、“重大事项”及“其他因素”等调整项对评级对象进行调整，调整结果可以累加，经过个体特征调整后的评价结果才是能够完整反映评级对象自身信用水平的基础信用等级。

值得注意的是，只有影响评级对象信用风险，且仅发生在个别评级对象中的因素才会在调整项中进行考察。由于影响信用风险的因素众多且随着经济、行业发展处于动态变化之中，本方法论中所列调整项可能无法覆盖全部调整要素，有待工作实践中的持续积累、总结和优化。

（一） 公司治理

公司治理结构越健全，公司治理层与管理层之间的关系就越规范，同等情况下，公司运行就会越顺畅，也能更好地从制度上保障公司战略、业务战略和功能战略制定的合理性与可行性。而公司治理结构对债权人权利的保障程度，决定了评级对象管理层

履行债务契约的态度，会直接影响偿债意愿。近几年的违约案例显示公司治理结构如果出现问题，如报告期内发行人控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员涉嫌违法违规被有权机关调查、被采取强制措施或存在严重失信等行为，将会给评级对象带来极大的负面影响。公司治理结构主要考察股权结构及其集中度、董事会有效性、治理结构对债券人权利的保障程度等方面。此外还需关注经营管理层、控股股东及实际控制人的自身风险等。

（二）重大事项

重大事项调整是针对评级对象经营发展带来重大变化的特殊事件进行的调整，如对外担保发生代偿，公司涉及重大诉讼、遭受重大监管处罚、公司或实控人被法院纳入“失信被执行人名单”、重大资产划入或划出、发生重大安全事故等均从不同程度上影响评级对象的偿债能力和偿债意愿。

（三）其他因素

其他因素是指上述因素以外的所有可能影响评级对象偿债能力和偿债意愿的因素，这些因素并未体现在评级要素以及上述调整事项中，则纳入到其他因素中考察。如：财务政策和财务信息质量、流动性调整、绿色因素、行业政策等。

财务政策和财务信息质量方面，大公国际在对评级对象财务状况进行分析前，一般要对其会计质量做简单的判断，并对会计政策进行必要的考察。流动性调整主要关注评级对象流动性是否充足，是否能够满足日常生产经营所需，若公司出现流动性紧张情况，如在金融机构借款发生逾期、展期或欠息，即将到期债务的偿付来源不确定等，说明评级对象已初步暴露信用风险。绿色因素主要考量评级对象经营活动中绿色效益产出水平，能否获得相关认证或较强的政策支持等。行业政策主要衡量评级对象所处

行业面临的特殊性政策环境，它可能对评级对象的生产、经营、融资和扩张等多个方面产生影响。

第六部分 外部支持分析

外部支持分析主要衡量评级对象未来获得支持的可能性及支持程度，特别是当评级对象出现信用风险甚至面临违约时，是否能够获得帮助，并从一定程度上化解上述风险。大公国际对外部支持分析重点考察评级对象可获得的政府支持和股东支持。

对于评级对象来说，可获得的支持能力与支持意愿相辅相成，缺一不可。评级对象对支持方越重要、与支持方关联程度越密切，支持方为其提供支持的意愿越强烈；而支持方信用状况越好，为评级对象提供支持的能力越强。仅有支持意愿而无支持能力，评级对象无法获得支持，反之亦然。因此大公国际通过对支持方的支持能力和支持意愿进行综合判断来衡量评级对象可获得的外部支持情况，并基于评级对象未来获得支持的可能性及程度对基础信用等级进行调整。其中，支持能力主要考察支持方为评级对象提供流动性支持、资本支持等，或为其承担债务偿还责任的客观能力，支持意愿主要考察支持方为评级对象提供流动性支持、资本支持等，或为其承担债务偿还责任的主观意愿。例如对于政府支持能力而言，政府的信用状况、与评级对象信用状况的对比都将影响政府支持能力的强弱。政府支持意愿重点考察评级对象对支持方的重要性和关联程度，可通过运营目标与职责、发展规划、企业地位、违约影响、经营与财务关联度、过往所获支持等多个角度进行考察。

第七部分 评级关键假设

大公国际信用评级方法和评级模型的建立基于一定关键评级假设，当评级对象不满足假设条件时，评级方法和模型适用性显著下降，模型生成结果将不具参考价值，最终评级结果将直接由评审委员会投票得到。主要假设观点包括：

偿债环境稳定性假设。大公国际对评级对象开展的信用评级分析（包括历史信息分析和前瞻性预测）均建立在评级对象所处的宏观经济环境、国家政治法律环境、制度环境特别是金融制度环境、监管体制等不存在不可预见性变化的基础上，同时假设不会出现对经济环境、政治法律环境、制度环境和企业发展产生重大影响的不可抗力因素或不可抗力事件（如自然灾害、战争、重大突发性公共卫生事件等）。

经营稳定性假设。大公国际在分析评级对象财富创造能力时，假设其经营具有可持续性，经营数据和财务数据具有连贯性，经营历史与未来发展之间存在内在联系，历史数据可作为预测未来经营的基础。同时，假设生产要素的变动具有可预见性或分阶段逐步变动，不存在突发性的业绩暴涨或经营恶化以及未经事前披露的重大突发性企业生产要素变更，这些变更包括但不限于突发性的企业性质变更、并购重组、债务重组、重大资产变更、重大监管处罚、违约等其他重大事件等。

偿债意愿无差异假设。评级对象对其同类债务的清偿意愿相同，对同类债务未设定清偿顺序安排。受评债项受到的保护程度是导致债项级别差异的重要因素，在债务协议无特别约定时依据法定清偿顺序偿还债务。

数据真实性假设。大公国际在进行模型分析时，假设企业提

供的数据（包括但不限于企业编制的的数据、企业委托第三方中介机构出具的数据、其他监管认定的专业机构为企业出具的数据）均真实、合法、完整、有效，不存在恶意粉饰或伪造，评级对象的财务数据、经营数据被第三方中介机构出具否定意见或被监管处罚、出现财务数据异常时，评级模型将不再适用，大公国际将酌情由评审委员会进行评审决定其级别或列入观察名单。

第八部分 评级方法和模型局限性

大公国际评级方法和模型的建立基于对西方评级理论的深刻研究、对中国债券市场特点的深度剖析和多年国内评级实践经验总结，大公国际主要从偿债环境、财富创造能力、偿债来源与负债平衡三个层次分析企业主体及相关债项的信用风险。

大公国际随着经济形势的变化、行业的发展、市场交易行为的多样性发展，将会出现更多信用风险因素点和风险缓释手段，此方法不能穷尽所有未来可能出现风险因素，但大公国际将通过方法的不断完善和更新，尽可能使其能够在每个经济发展时期起到充分揭示信用风险的作用。

评级方法和模型中纳入的因素相对有限，并不能涵盖影响企业信用质量的全部因素，仅针对影响各类不同主体普遍性的关键因素进行分析和说明。同时评级模型中指标的选择是基于行业共性特征，不可能包括影响行业内每一个企业信用风险的全部指标。对于某些只影响特殊类型企业的因素和指标将在评审委员会上会评审过程中予以考虑。

评级模型的定量分析部分基于对企业、行业的历史数据和其他公开、合法的数据渠道获得相关数据和信息，在定量分析和数据预测过程中，不可避免的会存在数学模型构建的自然误差和预测误差。

大公国际评级最终结果是在模型分析基础上，由评审委员会上会评议决定，评审委员凭借其丰富的经验对符合企业特性的要素进行补充，因此模型分析得出的级别可能存在与最终评级结果不一致的情况。